

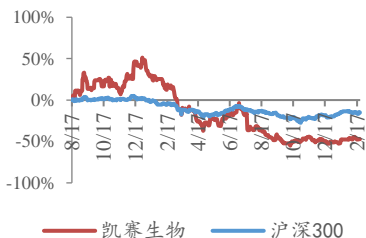
## 入股 AI 新秀分子之心，打造合成生物学产品矩阵

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-02-23

|                 |            |
|-----------------|------------|
| 收盘价（元）          | 67.56      |
| 近 12 个月最高/最低（元） | 149.9/56.1 |
| 总股本（百万股）        | 583.28     |
| 流通股本（百万股）       | 263.57     |
| 流通股比例（%）        | 45.19      |
| 总市值（亿元）         | 394.06     |
| 流通市值（亿元）        | 178.07     |

### 公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 相关报告

- 上半年业绩保持增长，生物制造大有可为 2022-08-12
- 山西综改区玻纤项目落地，延伸生物基聚酰胺产业链 2022-7-3
- 营收利润双增长，聚酰胺静待放量 2022-4-26

### 主要观点：

#### ● 事件描述

2月20日，AI蛋白质设计平台公司分子之心宣布获得超亿元战略投资，由凯赛生物领投，联想创投跟投，天使轮投资方红杉中国本轮继续追加投资，融资将用于AI蛋白质优化与设计平台MoleculeOS进一步开发，以及在生物制药、合成生物学等产业领域的应用探索。

#### ● 投资 AI 蛋白技术，纵深布局合成生物学赛道

将 AI 技术引入生物制造研发体系，智能化升级生物制造全流程。分子之心自主研发了国内首个功能完整的人工智能驱动的蛋白质预测和设计平台“MoleculeOS”，运用数据驱动的 AI 方法，快速识别、改造甚至从头设计最合适的蛋白质，从而颠覆大分子药物设计、合成生物学、环境保护等领域研发范式。当前，分子之心已经基于 MoleculeOS 平台构建全场景的 AI 蛋白质发现、优化与设计能力，其中蛋白质从头设计、蛋白质优化、蛋白质以及复合物结构预测、蛋白-蛋白对接、蛋白质侧链预测、蛋白质功能预测等十余项关键 AI 算法计算结果领先全球。投资完成后，公司和分子之心将在业务层面展开深度合作，公司将 AI 技术引入生物制造研发体系，会从科学源头出发，大幅度提高新技术和新产品的研究效率，借助分子之心自研的 AI 蛋白质优化与设计平台 MoleculeOS，融合自身在合成生物领域的 20 余年产业经验，联合推动合成生物学产线升级和新品研发。

#### ● 长链二元酸头部企业，生物法癸二酸投产稳固行业地位

生物法长链二元酸产能持续放量，产品有望继续主导市场。公司是全球生物法长链二元酸的主导供应商，目前拥有生物法长链二元酸 7.5 万吨产能，是全球唯一可以量产 DC10-18 的企业。同时，山西合成生物产业生态园区项目中年产 4 万吨生物法癸二酸项目已于 2022 年三季度建成并开始生产。目前癸二酸传统生产方式为蓖麻油水解裂解制取，全球市场规模约为 11 万吨，公司该项目是全球首创的生物法癸二酸产业化项目。随着公司生物法长链二元酸技术水平持续提高和癸二酸产能投产，预计公司将继续主导全球长链二元酸市场。

#### ● 聚酰胺产业化逐渐落地，生物制造大有可为

生物基聚酰胺产能落地在即，下游应用场景广泛。凯赛（乌苏）年产 5 万吨生物基戊二胺及年产 10 万吨生物基聚酰胺生产线已于 2021 年中期投产，生物基聚酰胺产品开发了 300 多家客户并开始形成销售，公司年产 50 万吨生物基戊二胺、90 万吨生物基聚酰胺等项目将与下游产业链配套项目一并规划，预计 2023 年年底投产。生物基戊二胺的原材料目前主要为玉米，相较于传统石化工艺有更显著的成本优势并且能够大量减少碳排放，在能源结构调整大背景下，生物基聚酰胺有望迎来大场景应用。2022 年 9 月 12 日美国拜登总统签署了一项关

于促进生物技术和生物制造创新的行政命令，合成生物学领域多家公司集中上市代表该领域已进入成长期，凯赛生物作为全球合成生物学领军者，生物制造大有可为。

● **玻纤项目落户山西综改区，协同效应拓展尼龙复材应用场景**

**新建玻纤项目落户山西综改区，“聚酰胺+玻璃纤维”协同效应显著。**2022年6月30日，中材科技全资子公司泰山玻璃纤维有限公司拟斥资36.84亿元，投建年产30万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线项目，建设期26个月，建设地点位于山西省太原市山西转型综合改革示范区。公司正在积极探索下游应用领域，生物基聚酰胺与玻璃纤维、碳纤维制备生物基热塑型纤维增强塑料，有望进入“以塑代钢、以塑代铝、以塑代塑”替代金属、替代热固型材料的大应用场景，例如风电、光伏等清洁能源设备，有轻量化需求的新能源汽车、高铁、集装箱等交通运输设施，综合阻燃保温建筑材料等众多复合材料类下游产业。公司在山西综改区规划的90万吨聚酰胺产能有望与园区新建的玻纤等项目实现生产、应用协同，加速带动公司玻纤增强复合材料的下游应用，拓展聚酰胺的应用领域，提升装置的经济效益。此外，公司秸秆生产乳酸项目也在稳步推进中，有利于传统农业可持续发展与产业更新迭代。

图表 1 山西合成生物产业生态园区项目

| 项目                 | 产能规划<br>(万吨/年)         | 项目进展                              |
|--------------------|------------------------|-----------------------------------|
| 玉米深加工              | 240                    | 预计 2023 年年底                       |
| 生物法长链二元酸<br>(含癸二酸) | 8 万吨 (含癸二酸<br>产能 4 万吨) | 4 万吨生物基癸二酸<br>2022 年三季度建成并试<br>生产 |
| 生物基戊二胺             | 50                     | 预计 2023 年年底投产                     |
| 生物基聚酰胺             | 90                     | 预计 2023 年年底投产                     |
| 秸秆生产聚酸乳            | 1                      | 正在进行设备调试                          |

数据来源：公司公告，iFinD，华安证券研究所

● **投资建议**

我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 7.17、10.27、13.98 亿元，同比增速为 17.9%、43.3%、36.2%。对应 PE 分别为 55、38、28 倍。维持“买入”评级。

● **风险提示**

- (1) 新产品开发进度及销售不确定性的风险；
- (2) 在建项目及募投项目进展不及预期的风险；
- (3) 核心技术外泄或失密风险；
- (4) 原材料和能源价格波动风险；
- (5) 疫情持续影响。

## ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 2197   | 3008  | 4850  | 6704  |
| 收入同比 (%)  | 46.8%  | 36.9% | 61.3% | 38.2% |
| 归属母公司净利润  | 608    | 717   | 1027  | 1398  |
| 净利润同比 (%) | 32.8%  | 17.9% | 43.3% | 36.2% |
| 毛利率 (%)   | 39.0%  | 35.9% | 36.1% | 36.5% |
| ROE (%)   | 5.7%   | 6.3%  | 8.3%  | 10.1% |
| 每股收益 (元)  | 1.46   | 1.23  | 1.76  | 2.40  |
| P/E       | 126.22 | 55.00 | 38.38 | 28.18 |
| P/B       | 7.20   | 3.46  | 3.18  | 2.85  |
| EV/EBITDA | 95.30  | 37.66 | 27.37 | 19.93 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

| 资产负债表          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E |  |
| <b>流动资产</b>    | 11395 | 8963   | 9663  | 10825 |  |
| 现金             | 9629  | 6535   | 5824  | 5711  |  |
| 应收账款           | 259   | 325    | 569   | 767   |  |
| 其他应收款          | 7     | 12     | 20    | 25    |  |
| 预付账款           | 67    | 110    | 148   | 220   |  |
| 存货             | 1185  | 1693   | 2823  | 3797  |  |
| 其他流动资产         | 248   | 287    | 279   | 305   |  |
| <b>非流动资产</b>   | 4804  | 7865   | 8717  | 9552  |  |
| 长期投资           | 53    | 53     | 53    | 53    |  |
| 固定资产           | 2210  | 5015   | 5859  | 6688  |  |
| 无形资产           | 768   | 1025   | 1033  | 1039  |  |
| 其他非流动资产        | 1772  | 1772   | 1772  | 1772  |  |
| <b>资产总计</b>    | 16198 | 16828  | 18380 | 20377 |  |
| <b>流动负债</b>    | 1218  | 1066   | 1489  | 1966  |  |
| 短期借款           | 744   | 0      | 0     | 0     |  |
| 应付账款           | 290   | 871    | 1147  | 1475  |  |
| 其他流动负债         | 184   | 195    | 342   | 491   |  |
| <b>非流动负债</b>   | 293   | 293    | 293   | 293   |  |
| 长期借款           | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 其他非流动负债        | 293   | 293    | 293   | 293   |  |
| <b>负债合计</b>    | 1511  | 1359   | 1782  | 2259  |  |
| 少数股东权益         | 4022  | 4088   | 4189  | 4311  |  |
| 股本             | 417   | 583    | 583   | 583   |  |
| 资本公积           | 8688  | 8521   | 8521  | 8521  |  |
| 留存收益           | 1561  | 2277   | 3304  | 4702  |  |
| 归属母公司股东权益      | 10665 | 11382  | 12408 | 13807 |  |
| <b>负债和股东权益</b> | 16198 | 16828  | 18380 | 20377 |  |

| 现金流量表          |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度           | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E |  |
| <b>经营活动现金流</b> | 594   | 930    | 264   | 853   |  |
| 净利润            | 647   | 782    | 1128  | 1520  |  |
| 折旧摊销           | 172   | 207    | 168   | 185   |  |
| 财务费用           | -13   | 19     | 0     | 0     |  |
| 投资损失           | -16   | -23    | -45   | -54   |  |
| 营运资金变动         | -191  | -70    | -988  | -798  |  |
| 其他经营现金流        | 834   | 867    | 2116  | 2318  |  |
| <b>投资活动现金流</b> | -126  | -3261  | -975  | -966  |  |
| 资本支出           | -1475 | -3284  | -1020 | -1020 |  |
| 长期投资           | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 其他投资现金流        | 1348  | 23     | 45    | 54    |  |
| <b>筹资活动现金流</b> | 2987  | -762   | 0     | 0     |  |
| 短期借款           | 744   | -744   | 0     | 0     |  |
| 长期借款           | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 普通股增加          | 0     | 166    | 0     | 0     |  |
| 资本公积增加         | 6     | -166   | 0     | 0     |  |
| 其他筹资现金流        | 2238  | -19    | 0     | 0     |  |
| <b>现金净增加额</b>  | 3446  | -3093  | -712  | -113  |  |

| 利润表             |       | 单位:百万元 |       |       |  |
|-----------------|-------|--------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2021A | 2022E  | 2023E | 2024E |  |
| <b>营业收入</b>     | 2197  | 3008   | 4850  | 6704  |  |
| 营业成本            | 1340  | 1927   | 3099  | 4259  |  |
| 营业税金及附加         | 23    | 30     | 49    | 68    |  |
| 销售费用            | 42    | 79     | 107   | 151   |  |
| 管理费用            | 134   | 195    | 340   | 438   |  |
| 财务费用            | -182  | -224   | -187  | -181  |  |
| 资产减值损失          | -4    | 0      | 0     | 0     |  |
| 公允价值变动收益        | 0     | 0      | 0     | 0     |  |
| 投资净收益           | 16    | 23     | 45    | 54    |  |
| <b>营业利润</b>     | 739   | 912    | 1290  | 1741  |  |
| 营业外收入           | 1     | 1      | 0     | 0     |  |
| 营业外支出           | 0     | 17     | 0     | 0     |  |
| <b>利润总额</b>     | 740   | 897    | 1290  | 1741  |  |
| 所得税             | 93    | 116    | 162   | 221   |  |
| <b>净利润</b>      | 647   | 782    | 1128  | 1520  |  |
| 少数股东损益          | 39    | 65     | 102   | 122   |  |
| <b>归属母公司净利润</b> | 608   | 717    | 1027  | 1398  |  |
| EBITDA          | 712   | 873    | 1227  | 1691  |  |
| EPS (元)         | 1.46  | 1.23   | 1.76  | 2.40  |  |

| 主要财务比率          |        |       |       |       |  |
|-----------------|--------|-------|-------|-------|--|
| 会计年度            | 2021A  | 2022E | 2023E | 2024E |  |
| <b>成长能力</b>     |        |       |       |       |  |
| 营业收入            | 46.8%  | 36.9% | 61.3% | 38.2% |  |
| 营业利润            | 41.5%  | 23.5% | 41.4% | 34.9% |  |
| 归属于母公司净利润       | 32.8%  | 17.9% | 43.3% | 36.2% |  |
| <b>获利能力</b>     |        |       |       |       |  |
| 毛利率 (%)         | 39.0%  | 35.9% | 36.1% | 36.5% |  |
| 净利率 (%)         | 27.7%  | 23.8% | 21.2% | 20.9% |  |
| ROE (%)         | 5.7%   | 6.3%  | 8.3%  | 10.1% |  |
| ROIC (%)        | 3.1%   | 3.7%  | 5.6%  | 7.3%  |  |
| <b>偿债能力</b>     |        |       |       |       |  |
| 资产负债率 (%)       | 9.3%   | 8.1%  | 9.7%  | 11.1% |  |
| 净负债比率 (%)       | 10.3%  | 8.8%  | 10.7% | 12.5% |  |
| 流动比率            | 9.36   | 8.41  | 6.49  | 5.51  |  |
| 速动比率            | 8.14   | 6.50  | 4.34  | 3.34  |  |
| <b>营运能力</b>     |        |       |       |       |  |
| 总资产周转率          | 0.16   | 0.18  | 0.28  | 0.35  |  |
| 应收账款周转率         | 9.82   | 9.14  | 8.41  | 8.62  |  |
| 应付账款周转率         | 4.16   | 2.18  | 2.66  | 2.85  |  |
| <b>每股指标 (元)</b> |        |       |       |       |  |
| 每股收益            | 1.46   | 1.23  | 1.76  | 2.40  |  |
| 每股经营现金流薄)       | 1.02   | 1.59  | 0.45  | 1.46  |  |
| 每股净资产           | 25.60  | 19.51 | 21.27 | 23.67 |  |
| <b>估值比率</b>     |        |       |       |       |  |
| P/E             | 126.22 | 55.00 | 38.38 | 28.18 |  |
| P/B             | 7.20   | 3.46  | 3.18  | 2.85  |  |
| EV/EBITDA       | 95.30  | 37.66 | 27.37 | 19.93 |  |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。